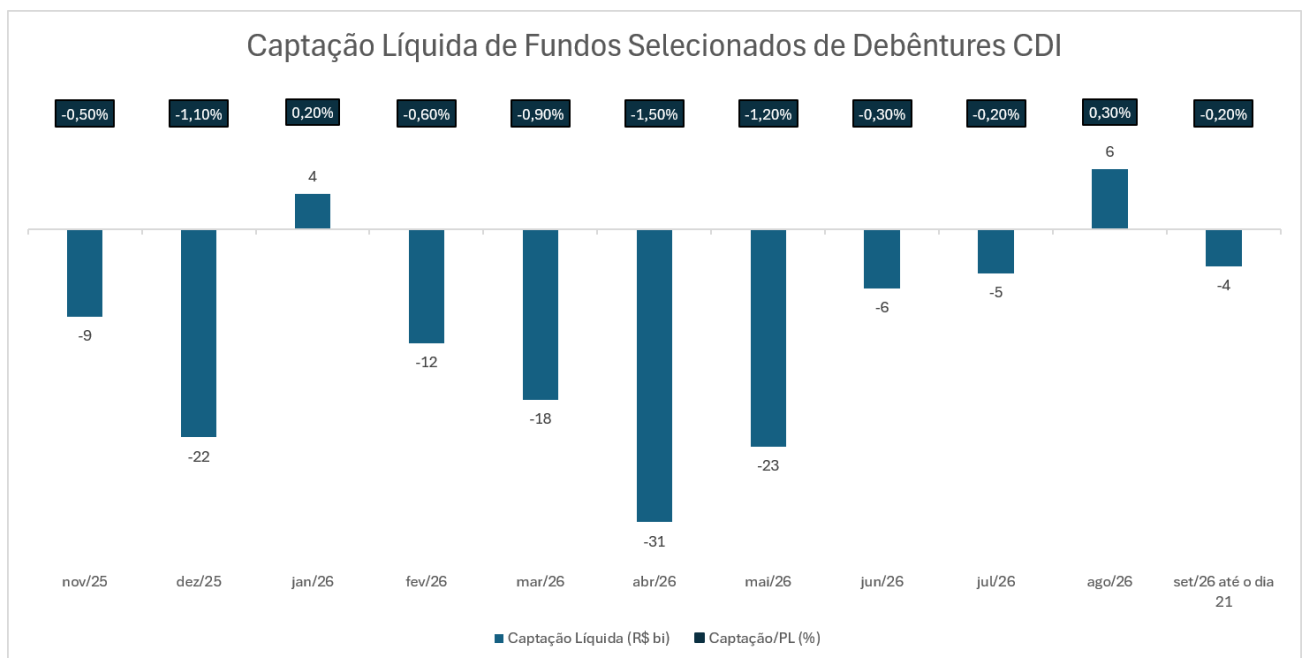


Prezado(a) cotista,

Utilizaremos este espaço como mais uma fonte de informação e troca de ideias com nossos cotistas. Comentaremos nossa visão sobre o mercado de crédito em 2026 e compartilharemos nossas visões sobre alguns emissores específicos.

01. O CONTEXTO

O mercado de crédito privado atravessa em 2026 um período longo de adversidade. Em episódios anteriores de estresse, a abertura de spreads foi seguida por uma estabilização relativamente rápida. Desta vez, a sucessão de eventos e a permanência de incertezas relevantes têm mantido o mercado reativo por mais tempo, o que tem se refletido em fundos performando abaixo de seus benchmarks, resgates na indústria e cotas com mais volatilidade.



Fonte: Levantamento BTG Pactual

No começo do ano, o cenário era bem mais benigno: um ciclo relevante de corte de juros (a Selic projetada era de 12,25% para o fim de 2026) e produção global de petróleo superando o consumo, resultando em menor pressão inflacionária global. Dois eventos mudaram esse quadro:

Fevereiro:

- Eclode o conflito de Israel e Estados Unidos contra o Irã, elevando fortemente as tensões geopolíticas;
- Aumento do prêmio de risco e dos preços do petróleo com o fechamento do Estreito de Ormuz.

Março, o maior gatilho da crise atual:

- Duas empresas relevantes do mercado pediram recuperação extrajudicial na mesma semana;
- A Raízen, que até o início do ano tinha rating AAA em escala local, perdeu o grau de investimento e protocolou a maior recuperação extrajudicial da história do país, com cerca de R\$ 66 bilhões de dívidas;
- O GPA (Pão de Açúcar e Extra), que até novembro de 2025 tinha rating AA em escala local, sofreu sucessivos rebaixamentos e pediu recuperação extrajudicial para reestruturar cerca de R\$ 4,5 bilhões em dívidas.

A partir daí, maior inflação global, ambiente político instável e novos eventos de crédito (Braskem, Casas Bahia, Elfa Medicamentos) pioraram o humor do mercado e aceleraram a abertura dos spreads de crédito local.

Como gestores, nossa função é acompanhar de perto o impacto das novas variáveis de mercado na capacidade de pagamento das empresas. Revisões de projeções e eventos isolados (que tradicionalmente afetavam mais o preço das ações) vêm provocando aberturas relevantes de spreads, ainda que não alterem de forma significativa a capacidade de pagamento da empresa emissora. Em resumo: o que temos observado é **uma assimetria crescente entre o prêmio de risco e o fundamento de crédito dos emissores locais**.

Em agosto e setembro, a volatilidade se amplificou diante da instabilidade nos cenários político e macroeconômico:

- Proibições russas de exportação de gasolina e diesel levaram à retomada da alta nos preços dos derivados do petróleo;
- Movimento generalizado de abertura de juros nas principais economias globais;
- Questionamentos sobre a persistência e o impacto de juros e inflação mais altos nos balanços das empresas;
- No Brasil, o Banco Central seguiu cortando juros, porém num ritmo mais lento do que se imaginava em janeiro: agora o Focus projeta a Selic em 13,50% no fim de 2026.

Mapeada a cadeia de eventos, vale separar o que é piora de crédito do que é oscilação de preço:

- **Empresas em reestruturação:** a queda de preço das dívidas muitas vezes reflete uma expectativa concreta de perda;
- **Emissores de qualidade:** o nível de preços pode se descolar do fundamento, especialmente num mercado mais reativo.

Com o emissor honrando seus compromissos, o título vendido com desconto continua pagando os mesmos juros e paga o principal no vencimento. Por isso, **resgatar um investimento depois que a queda já sensibilizou a cota costuma ser a pior decisão:** o investidor realiza a perda perto do ponto mais baixo e muitas vezes só volta quando os preços já se recuperaram.



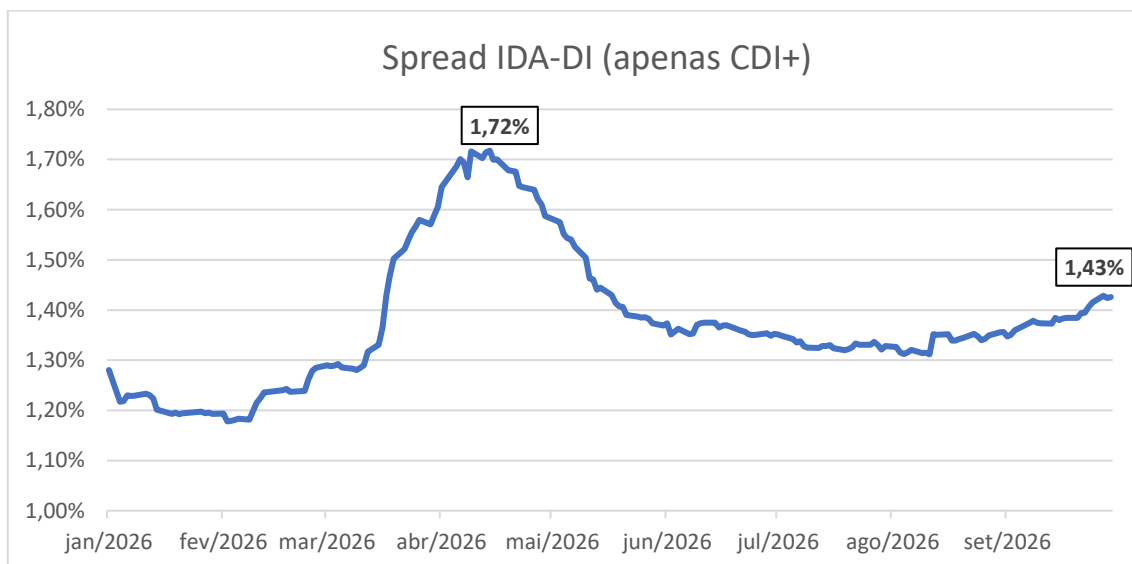
Na nossa visão, conforme o ciclo de cortes nos juros avance e o quadro eleitoral se defina, o movimento de aversão ao crédito tende a se inverter, com a classe voltando a oferecer melhor atratividade relativa, ainda que de forma mais gradual do que em crises anteriores.

02. OS IMPACTOS

Nas debêntures em CDI, vimos três ondas principais na tendência dos spreads de crédito em 2026:

- Entre fevereiro e abril: abertura do spread médio do IDA-DI de cerca de CDI+1,20% para perto de CDI+1,70%;
- Acomodação ao redor de 1,32% nos meses seguintes;
- Abertura em setembro até CDI+1,43%.

Abordaremos alguns casos individualmente mais adiante, mas em diversas empresas a **reação do preço nos parece desproporcional ao que efetivamente mudou no crédito.**



Fonte: Anbima, B3. Elaboração AZ Quest

Já nas debêntures incentivadas, a abertura de spreads ao longo do ano foi relevante e generalizada, em praticamente todos os setores e níveis de rating. Movimento, em grande parte, técnico, ligado à dinâmica de fluxo de captação do segmento.

Na segunda metade de setembro, esse movimento se intensificou e passou a afetar também o crédito indexado ao CDI, trazendo mais volatilidade aos fundos de crédito tradicionais.



Abaixo, mostramos os maiores detratores de resultado dos fundos em setembro:

Value Added Mensal - Setembro

Grupo	SUPRA	LUCE	ALTRO	PREV ICATU	VALORE	ALTRO PREV
AEGEA	-11,2%	-9,8%	-10,2%	-8,7%	-8,1%	-11,5%
Hapvida	-4,6%	-2,4%	-3,3%	-2,8%	-1,5%	-3,7%
Sendas	-1,6%	-1,5%	-1,5%	-1,2%	-1,7%	-1,4%
Tecpar	-4,6%	-	-7,8%	-0,5%	-5,0%	-6,9%
Highline	-2,1%	-	-5,5%	-0,0%	-3,5%	-5,3%
TOTAL	-24,2%	-13,7%	-28,4%	-13,2%	-19,9%	-28,8%

Aqui usamos o conceito da value added – ou seja, o quanto cada ativo detraiu o resultado do fundo em termos de % do CDI.

Exemplificando: imagine que um fundo rendeu 100% do CDI em um mês. Se um ativo tivesse value added de -5%, o fundo teria rendido 95% do CDI nesse mês

Fonte: AZ Quest

Abaixo, mostramos o impacto de value added no ano dos maiores detratores de setembro. Ou seja, o impacto do movimento de setembro desses ativos na visão do ano inteiro em termos de % do CDI.

Value Added Anual - maiores detratores de setembro

Grupo	SUPRA	LUCE	ALTRO	PREV ICATU	VALORE	ALTRO PREV
AEGEA	-0,9%	-0,8%	-0,9%	-0,7%	-0,7%	-1,0%
Hapvida	-0,4%	-0,2%	-0,3%	-0,2%	-0,1%	-0,3%
Sendas	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Tecpar	-0,4%	-	-0,7%	-0,0%	-0,4%	-0,6%
Highline	-0,2%	-	-0,5%	-0,0%	-0,3%	-0,4%
TOTAL	-2,0%	-1,1%	-2,4%	-1,1%	-1,7%	-2,4%

Fonte: AZ Quest

03. EXPERIÊNCIA CONTA

Vale lembrar que passamos, recentemente, por episódios de correção mais extremos em magnitude e velocidade. Nos dois casos, a queda veio da aversão a risco e da pressão de resgates, e a recuperação veio quando essa pressão cedeu.



Covid (2020):

- Todos os segmentos do crédito privado foram atingidos, sem nenhum evento de crédito entre as empresas que os compõem;
- Com os resgates forçando vendas, os papéis de melhor qualidade, por serem os mais líquidos, foram vendidos primeiro;
- Recuperação dos spreads muito rápida e consistente após o anúncio do programa de liquidez do Banco Central;
- Investidores que migraram para LFTs, CDBs e poupança naquele momento ficaram de fora da recuperação.

Americanas e Light (2023):

- Gatilho mais parecido com o atual;
- Os casos Americanas (janeiro) e Light (abril), somados a juros altos e à piora dos indicadores de crédito, deixaram o mercado sensível a qualquer notícia e aceleraram os resgates;
- O primário secou e os spreads abriram de forma generalizada, inclusive em emissores cujo fundamento seguia sólido;
- No final de abril, os preços acharam um piso;
- Na segunda metade de maio, os spreads fecharam de forma rápida e consistente, tanto em CDI quanto em incentivadas;
- Novamente, quem migrou para classes mais "seguras" deixou rentabilidade na mesa.

EM NOSSA AVALIAÇÃO, AS MARCAÇÕES ATUAIS REFLETEM MAIS A AVERSÃO A RISCO DO MERCADO DO QUE UMA PIORA PROPORCIONAL NOS FUNDAMENTOS DOS EMISSORES

Não sabemos quanto tempo essa pressão vai durar, e as cotas podem seguir voláteis nas próximas semanas. O histórico não garante que o mesmo vá se repetir agora, mas mostra que, passado o período de maior aversão a risco, os preços voltam a refletir a qualidade de crédito das empresas. Da nossa parte, o momento pede disciplina na gestão: seguimos acompanhando cada emissor de perto, em contato frequente com as companhias, e com liquidez adequada nos fundos.



04. DETALHANDO ALGUNS CASOS

A seguir, nossa visão sobre alguns casos que apresentaram maior volatilidade nos últimos meses. Para cada empresa, mostramos dois gráficos que ajudam a entender de onde veio essa volatilidade.

Antes, vale explicar um ponto técnico que tem amplificado as oscilações das cotas. Nos fundos de investimento, as debêntures são marcadas a mercado pelas taxas divulgadas diariamente pela Anbima, calculadas principalmente a partir de preços indicativos enviados por instituições do mercado, e não apenas pelos negócios efetivamente realizados no dia.

Na prática, isso tem duas consequências:

- A taxa de um papel pode variar bastante em dias sem nenhum negócio;
- Quando há negócios, a marcação pode levar alguns dias para refleti-los.

Lembrando: quando o spread de uma debênture sobe, o preço do papel cai e isso impacta a cota do fundo. O inverso também vale.

Como ler os gráficos:

- **Gráfico 1:** a linha mostra a taxa Anbima de cada dia e os pontos mostram a taxa média dos negócios realizados naquele dia;
- **Gráfico 2:** cada barra mostra a variação diária da taxa Anbima, em verde nos dias com negócios e em laranja nos dias sem negócios;
- Em ambos, excluimos negócios entre fundos sob o mesmo CNPJ.

Exemplo: na Hapvida, **dos 37 dias em 2026 com variação acima de 20 bps, 16 foram dias sem nenhum negócio**. Nesses dias, a cota oscilou, para cima e para baixo, apenas com base em preços indicativos, sem que ninguém tenha de fato negociado o papel àquelas taxas.

Hapvida

A alavancagem da Hapvida segue em patamar controlado, a liquidez é robusta e o calendário de vencimentos alongado permite honrar as obrigações até 2030 com o caixa atual, mesmo em um cenário de estresse.

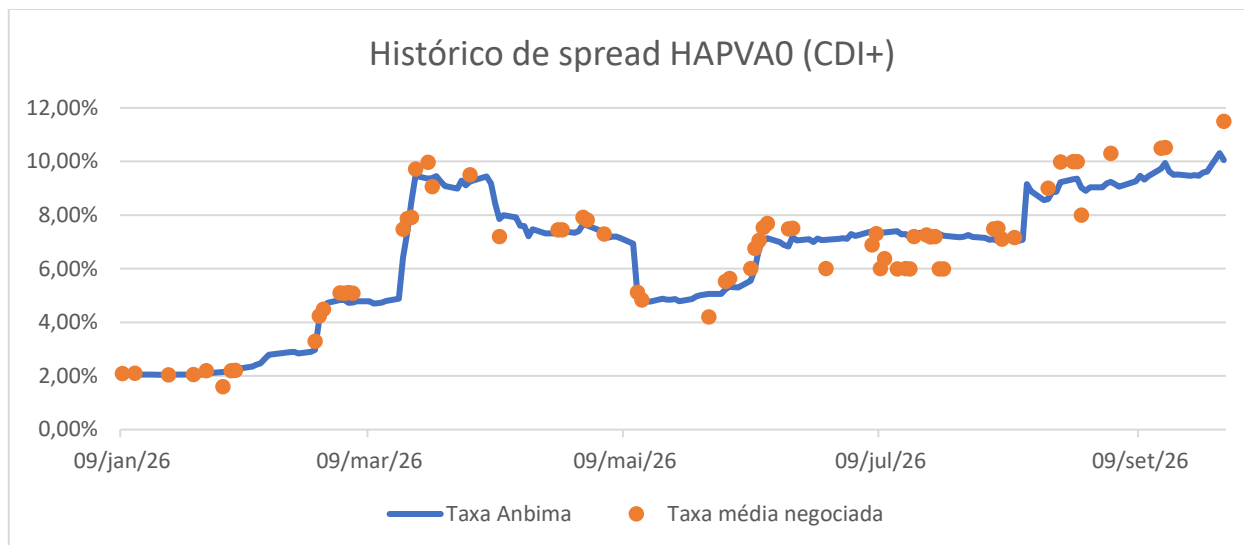
O mercado de ações, especialmente, tem se preocupado com dois pontos, que avaliamos ser operacionais:

- Judicialização: movimento generalizado no setor de saúde suplementar
- Competição: o principal efeito, a perda de vidas, desacelerou no 2º trimestre, o que indica que o pior pode ter ficado para trás

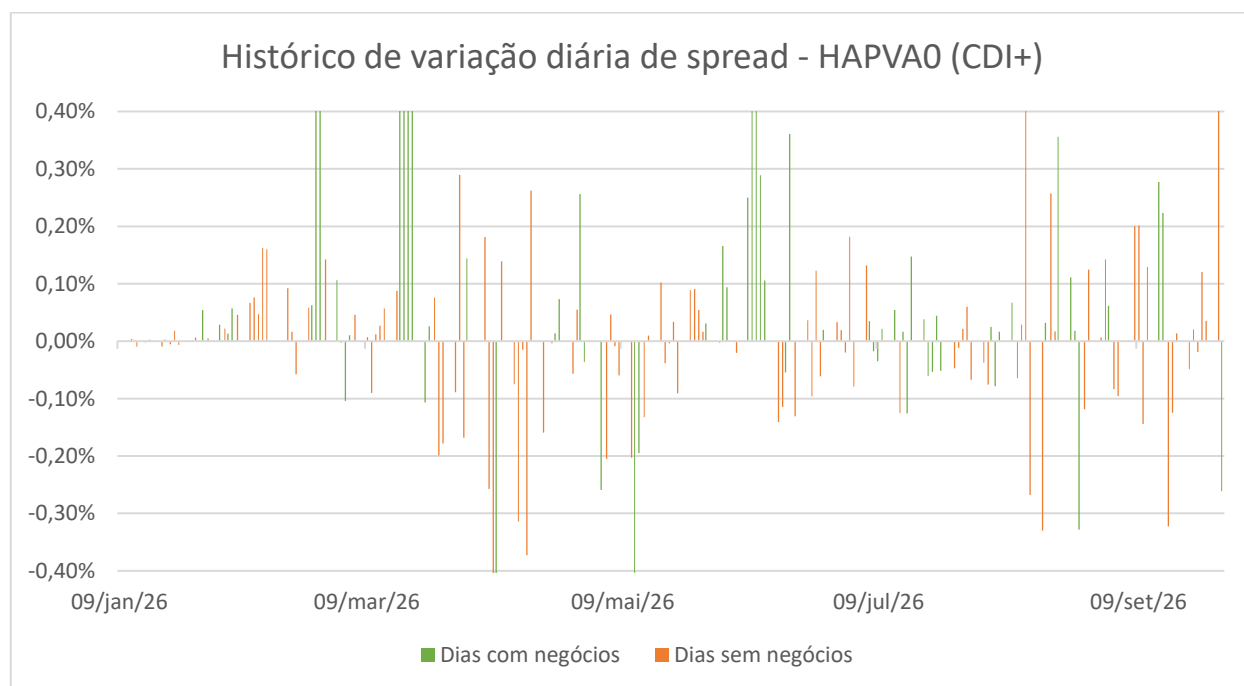
A empresa tem tomado medidas que reforçam seu perfil de crédito, estudando a venda da operação do Sul e contratando bancos para operações de sale-leaseback, duas iniciativas que podem trazer caixa e reduzir o endividamento.



Para os próximos anos, o plano da gestão prevê capex menor, sem abertura de novas unidades, e ganhos de eficiência operacional implementados ao longo de 2025 e 2026.



Fonte: Anbima, B3. Elaboração AZ Quest



Fonte: Anbima, B3. Elaboração AZ Quest

Aegea

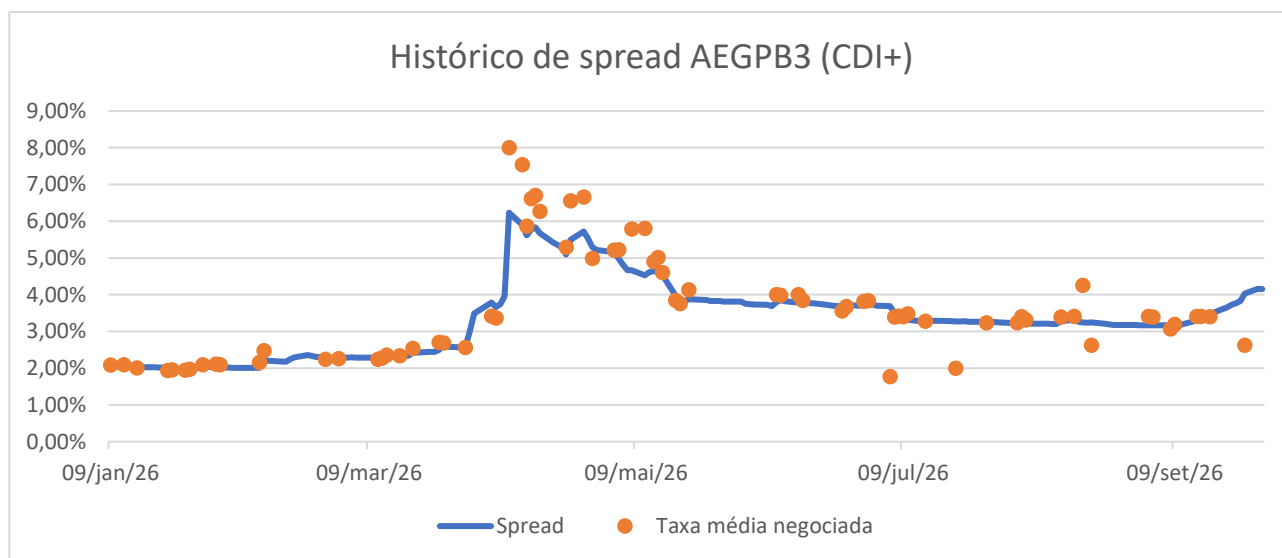
Os papéis da Aegea tiveram forte volatilidade no início do ano, depois de atrasos na divulgação das demonstrações financeiras e de mudanças contábeis.

Os atrasos foram consequência de ajustes contábeis feitos em cada uma das dezenas de subsidiárias da companhia, envolvendo a capitalização de juros e o reconhecimento e a provisão de receitas.

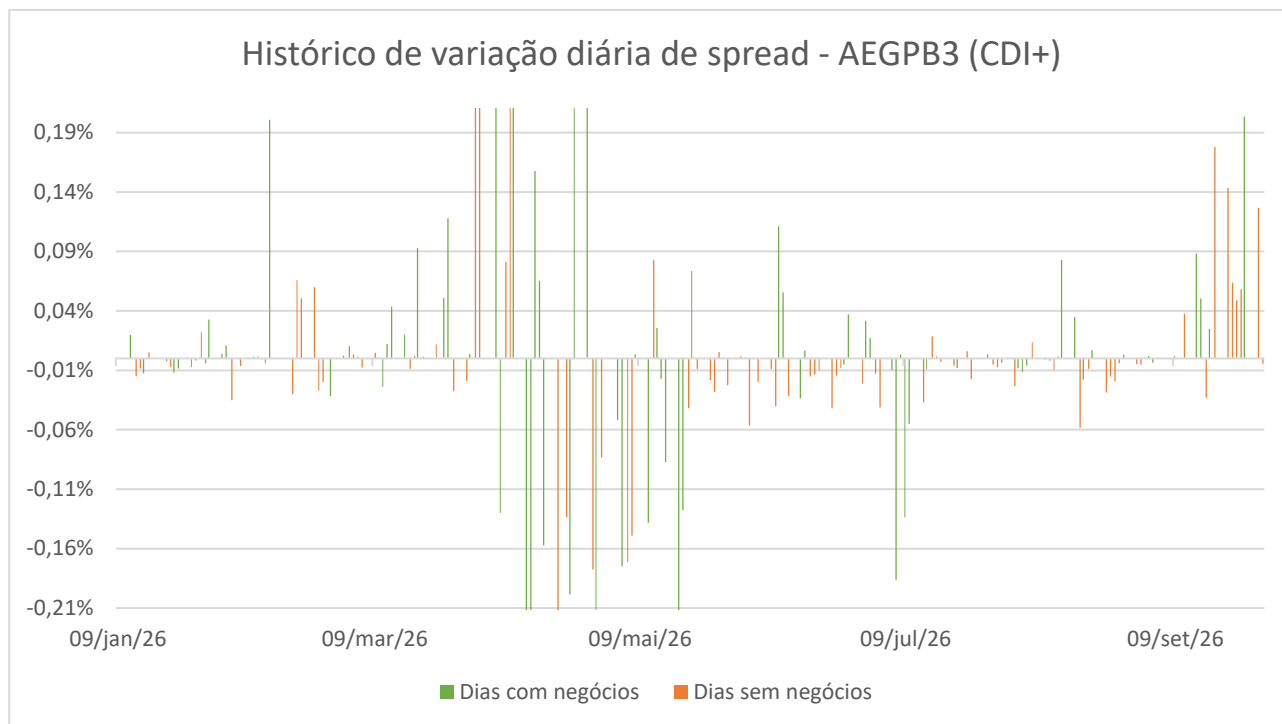
O objetivo principal dos ajustes foi aproximar a receita reconhecida da geração de caixa, reduzindo as diferenças contábeis e dando uma visão mais fiel do resultado da companhia. São ajustes de natureza estritamente contábil, que não afetam a geração de caixa operacional nem a posição de liquidez. Seus efeitos ficaram concentrados nas subsidiárias Águas do Rio 1 e 4.

A companhia tem mostrado compromisso com a redução da alavancagem em duas frentes:

- **Gestão:** redução de custos e otimização dos investimentos nas subsidiárias, que geraram uma economia de R\$ 350 milhões só no primeiro semestre de 2026;
- **Acionistas (Equipav, GIC e Itaúsa):** aportaram R\$ 3,3 bilhões apenas em 2026 e já somam mais de R\$ 9 bilhões desde 2021.



Fonte: Anbima, B3. Elaboração AZ Quest

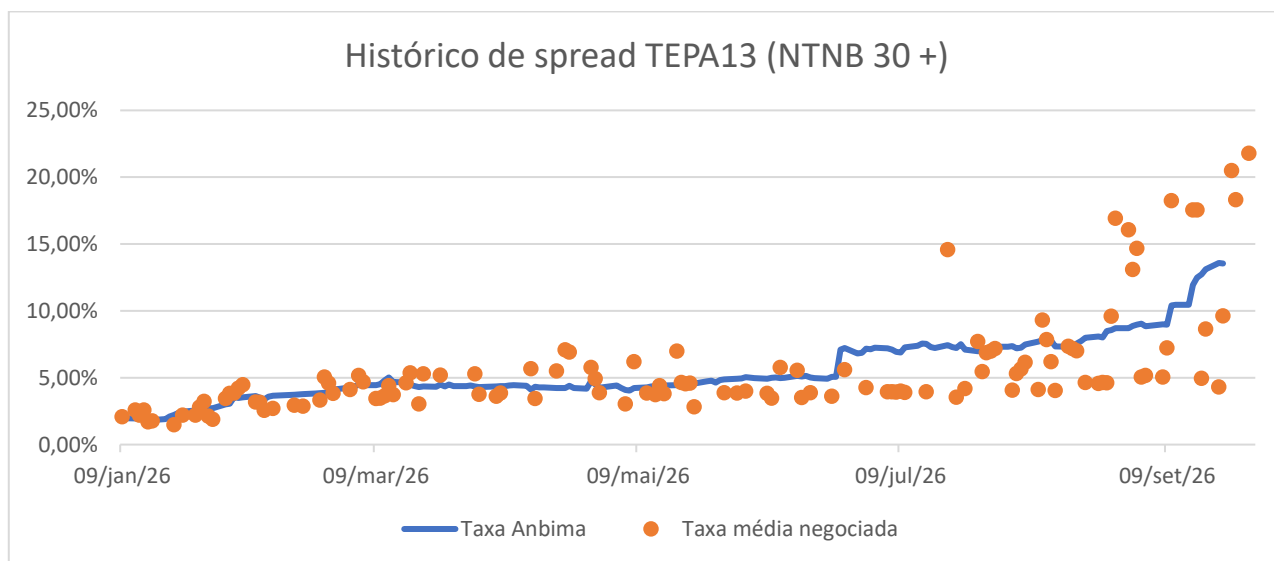


Fonte: Anbima, B3. Elaboração AZ Quest

Tecpar

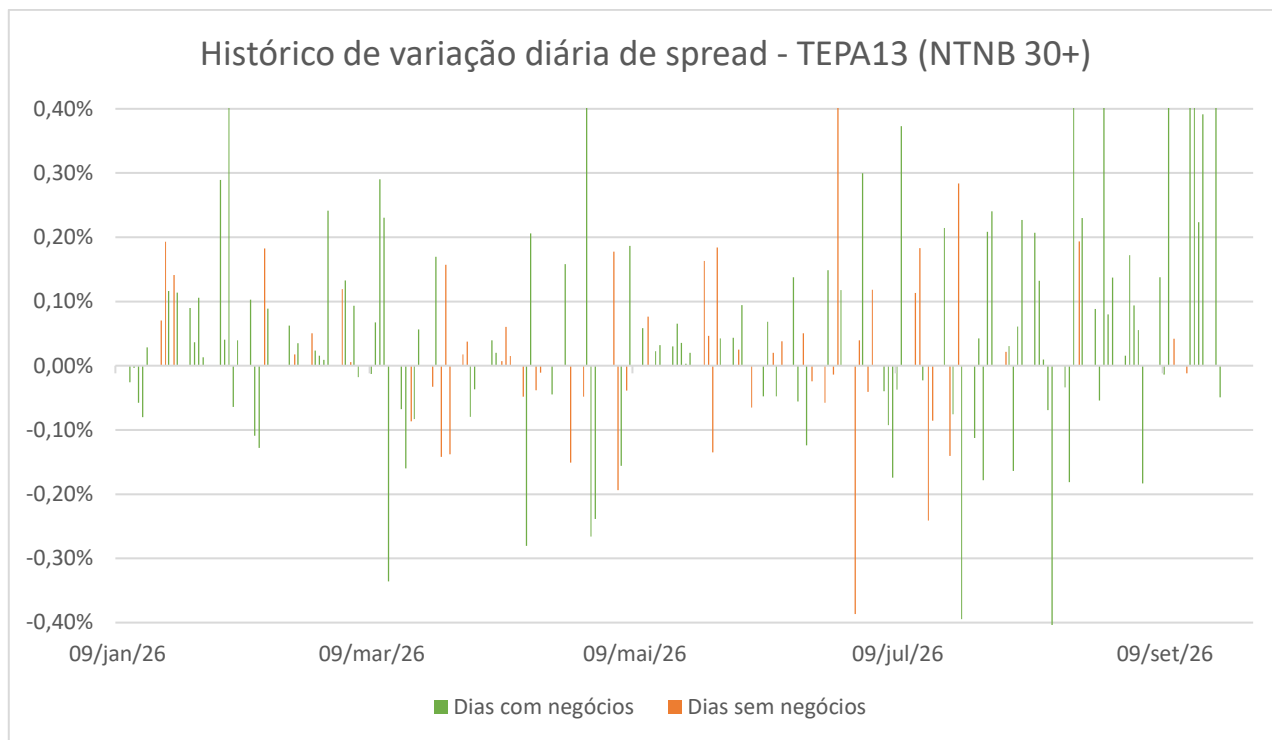
Mesmo com um cenário mais adverso para o setor, a Tecpar tem entregado melhoras operacionais: vem adicionando clientes à base, mantendo o churn estável e aumentando a receita por cliente, na contramão de outros players.

O principal ruído nessa companhia foi sobre a possível aquisição da Ligga, que levou a uma abertura desproporcional dos spreads no mercado secundário, puxada principalmente pelos questionamentos sobre o ativo e suas sinergias. **Apesar dessa volatilidade, a companhia continua captando no mercado primário, com custos em torno de CDI+3,5%.**



Fonte: Anbima, B3. Elaboração AZ Quest





Fonte: Anbima, B3. Elaboração AZ Quest

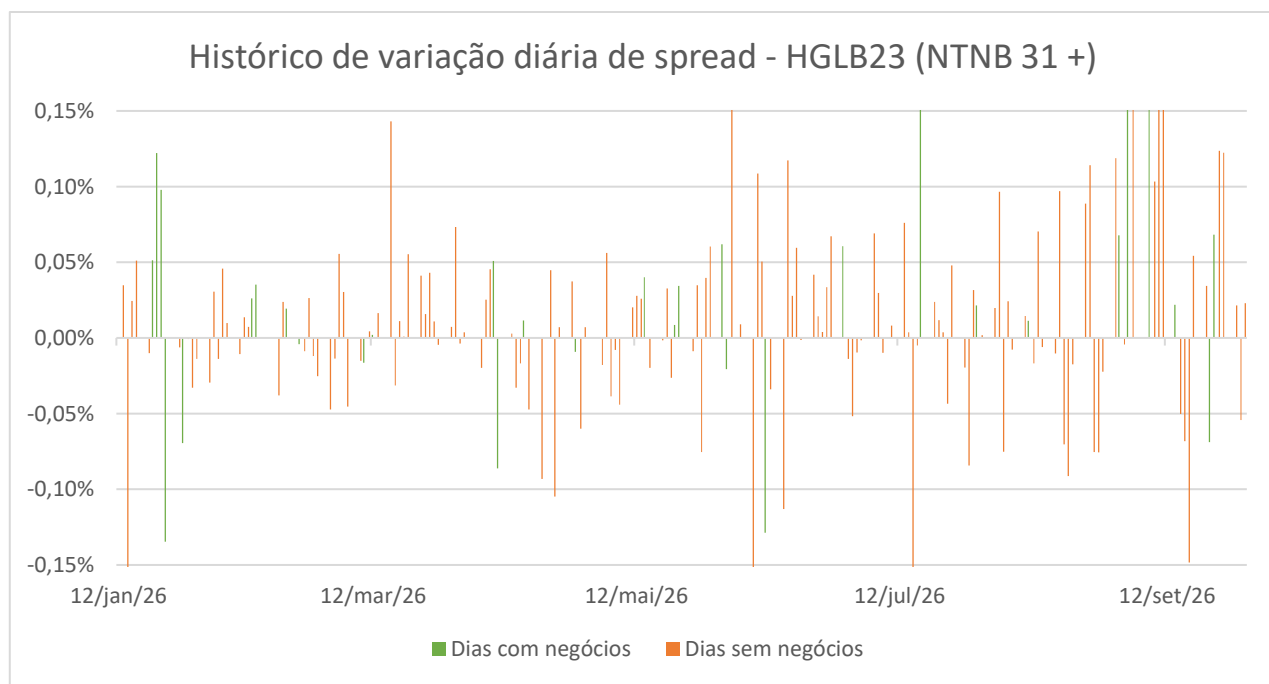
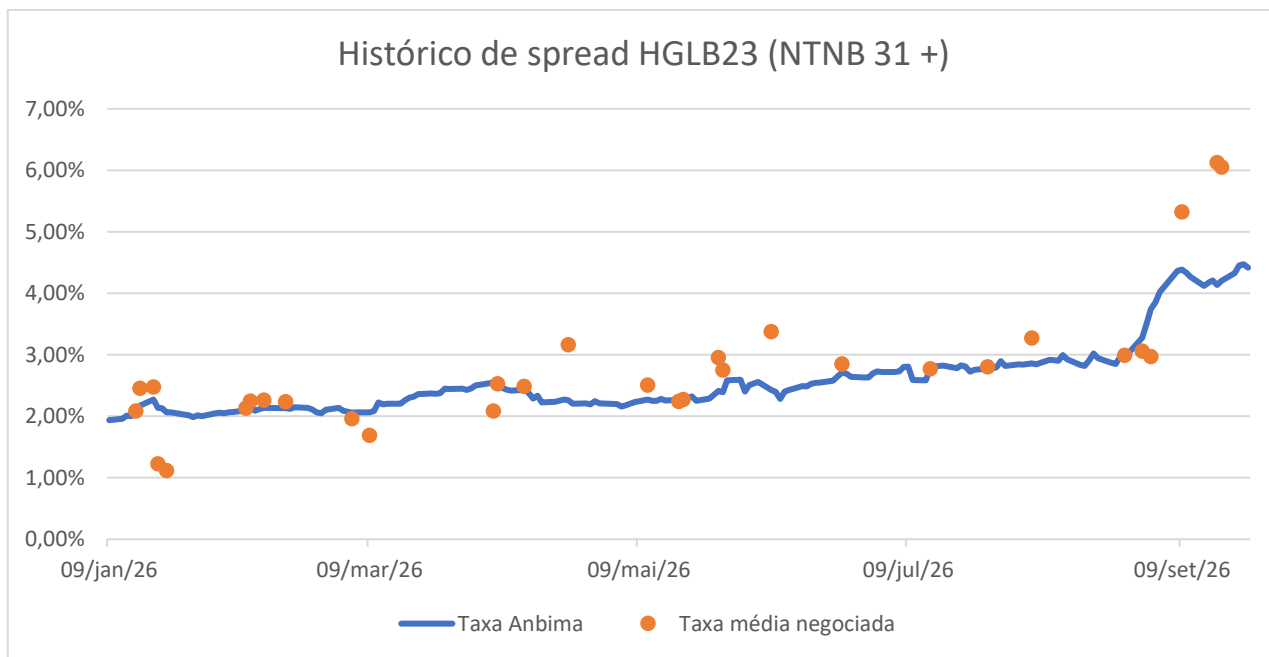
Highline

Controlada pela DigitalBridge, a Highline atua no setor de torres, caracterizado por contratos de longo prazo corrigidos por inflação com grandes players de telecom, o que gera previsibilidade de receitas. **Mais de 95% dos seus contratos são com Vivo, TIM e Claro**, os maiores e melhores players do setor.

Depois de um forte ciclo de crescimento nos últimos anos, a companhia entra no período de maturação e desalavancagem, com desempenho operacional estável e saudável:

- **Capex:** com o custo de capital mais alto, a companhia tem reduzido o capex em novas torres e priorizado o aumento do tenancy ratio (número de clientes por torre), ou seja, receita incremental com baixíssimo investimento adicional;
- **Swap:** no início do ano, reperfilou sua estrutura de swap, melhorando o perfil do fluxo de caixa dos próximos anos.





Assaí

O Assaí vem desalavancando de forma consistente, trimestre após trimestre, com melhora das métricas operacionais e ganho de participação de mercado, o que vinha se refletindo no fechamento do spread de crédito.

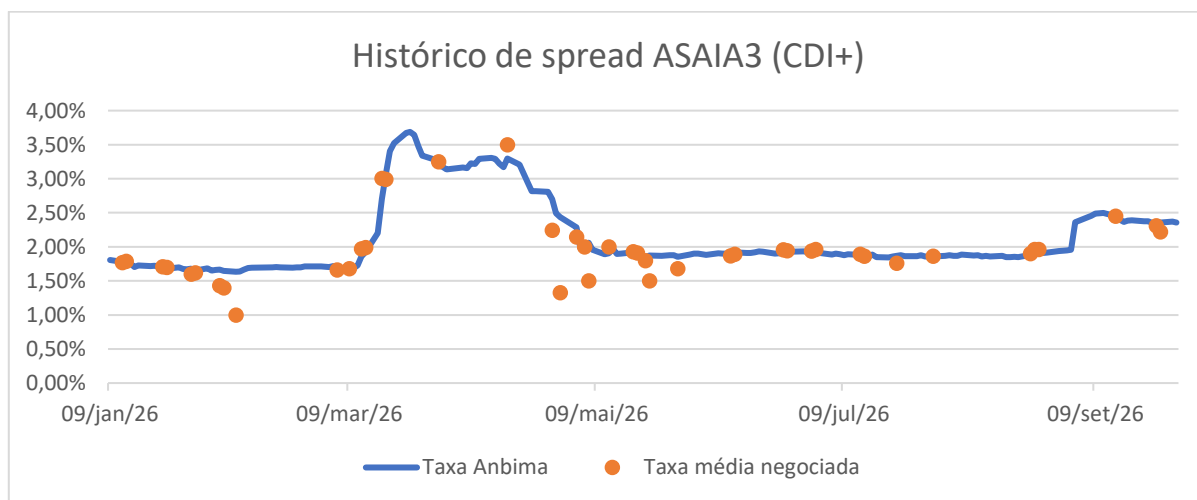
Até o início de setembro, não havia pontos de atenção relevantes, e a companhia teve inclusive seu rating AAA reafirmado em agosto deste ano.



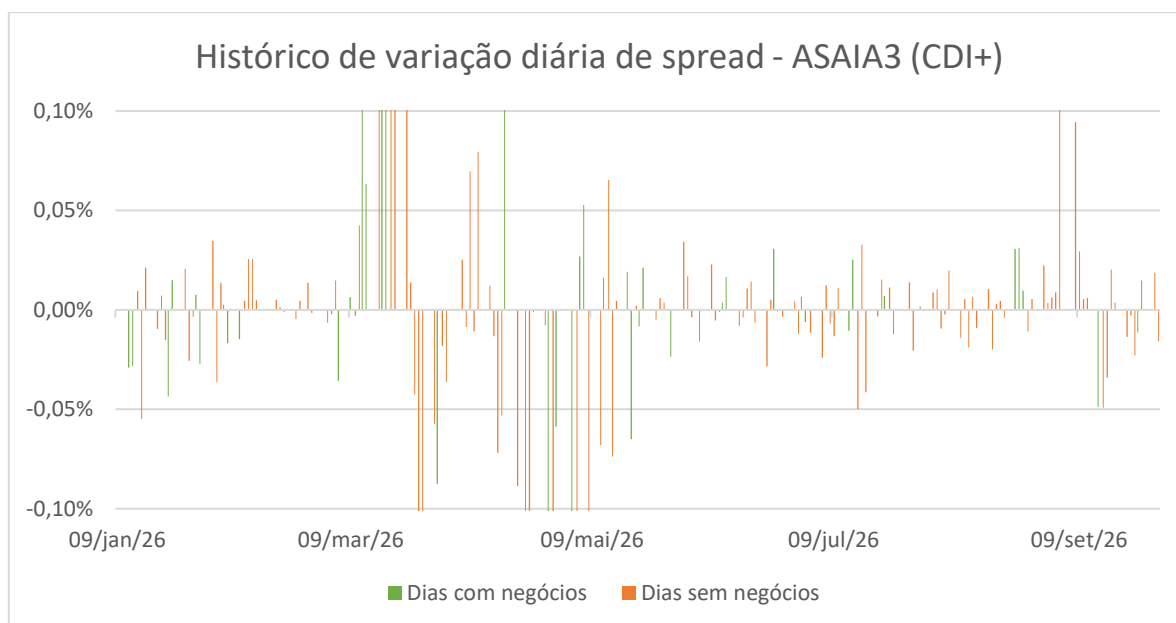
Em 03/09, uma nova fase da investigação do MP-SP sobre o esquema de créditos de ICMS em São Paulo motivou reportagens que, com base em documentos dos autos, citaram a companhia entre as empresas com ressarcimentos sob suspeita. Vale ressaltar que:

- O comunicado oficial do MP-SP não nomeia empresas;
- As próprias reportagens destacam que constar nos autos não significa, por si só, participação no esquema;
- As acusações formalizadas recaem sobre agentes públicos e sobre o operador do esquema, e não sobre as empresas.

Até aqui, não vemos elementos que indiquem que o Assaí tenha obtido benefício indevido.



Fonte: Anbima, B3. Elaboração AZ Quest



Fonte: Anbima, B3. Elaboração AZ Quest

Material de Divulgação. As informações contidas neste material são de caráter meramente e exclusivamente informativo, não se tratando de qualquer recomendação de compra ou venda de qualquer ativo negociado nos mercados financeiro e de capitais. A AZ Quest não se responsabiliza pelas decisões de investimento tomadas com base nas informações contidas neste material. A AZ Quest Investimentos Ltda. não comercializa nem distribui cotas de fundos de investimentos ou qualquer outro ativo financeiro. É fundamental a leitura do regulamento dos fundos antes de qualquer decisão de investimento. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Todos os fundos de investimento geridos pela AZ Quest Investimentos Ltda. utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de suas políticas de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas.

Para consultar todas as informações, características e riscos do investimento de cada um dos fundos mencionados neste material, acesse os dados por meio deste link: <https://azquest.com.br/fundos.php>

O investimento em Fundo não é garantido pelo Fundo Garantidor de Crédito. Para avaliação da performance do fundo de investimentos, é recomendável uma análise de período de, no mínimo, 12 (doze) meses. Este material não deverá ser reproduzido, distribuído ou publicado sob qualquer propósito sem autorização da AZ Quest Investimentos. Para mais informações, ligue para (55) 11 3526 2250 ou acesse www.azquest.com.br

